



Centraal Planbureau

Beleggingsrisico nemen | *Renterisico afdekken*



CPB Policy Brief | 2016/12

Pensioen en rentegevoeligheid

Marcel Lever
Miriam Loois

Samenvatting

Veel Nederlandse pensioenregelingen keren hun deelnemers minder uit dan beoogd door de rentedaling van de afgelopen jaren. Ook buitenlandse pensioenregelingen met kapitaaldekking staan onder druk door de wereldwijde daling van de rente. Uitkeringsovereenkomsten (DB) in de VS en het VK kampen met lage dekkingsgraden en premieovereenkomsten (DC) in Denemarken, Zweden en België hebben de rendementsgarantie op de ingelegde premie sterk versoberd of geschrapt. Een aanpassing van de tarieven voor annuïteiten in Zwitserland vanwege de lage rente leidt tot 12% lagere uitkeringen. De rentegevoeligheid van pensioenen wordt als een probleem ervaren. Deze Policy Brief gaat in op de rol van het contract, het toezicht en het beleggingsbeleid bij de rentegevoeligheid van pensioen.

De rentegevoeligheid van pensioen is zichtbaarder in de uitkeringsovereenkomst dan in de premieovereenkomst, maar deze zichtbaarheid biedt ook aanknopingspunten om ermee om te gaan. Een uitkeringsovereenkomst biedt de deelnemer in de opbouwfase enige bescherming tegen renterisico, doordat de opbouw in beginsel vast is. De jaarlijkse aanpassing van de aanspraken is afhankelijk van de dekkingsgraad, die gevoelig is voor de rente. De rentegevoeligheid is in deze fase afhankelijk van het beleggingsbeleid en de mate van renteafdekking. In een premieovereenkomst of een persoonlijke pensioenrekening krijgen deelnemers niet direct een aanspraak op een toekomstige uitkering. Deelnemers beleggen als jongere vooral in zakelijke waarden zoals aandelen en bij het naderen van de pensioendatum vooral in vastrentende waarden zoals obligaties. De rente ten tijde van de conversie naar vastrentende waarden en/of pensioenaanspraken heeft grote invloed op de resulterende uitkeringen. De invloed van de rente op de uitkeringen kan beperkt worden door aanpassing van de premie en tijdige afdekking van het renterisico, maar het contract geeft hiertoe weinig prikkels.

Kortdurende renteschokken werken in het Nederlandse toezichtkader beperkt door in de premie en de uitkeringen. Langdurende rentewijzigingen werken wel door in de premie en/of de uitkeringen, maar dit is onvermijdelijk. De rentegevoeligheid neemt nauwelijks af bij gebruik van een andere rekenrente in de uitkeringsovereenkomst, maar het risico op ongewenste herverdeling neemt wel toe. Andere landen hanteren soms hogere rekenrentes of lagere buffereisen, maar bieden minder ruimte om de kosten van indexatie buiten de verplichtingen te houden of verplichten werkgevers tot bijstorting. In de discussie over toezicht blijft de vraag welk beleid voor beleggen en renteafdekking passend is wat onderbelicht.

De rentegevoeligheid van pensioenuitkeringen kan beperkt worden door het renterisico grotendeels af te dekken. Dit hoeft in beginsel niet ten koste te gaan van het verwachte beleggingsrendement, want bij inzet van rentederivaten zijn beleggingsrisico nemen en renterisico afdekken prima te combineren. Bij individuele pensioenvermogens zijn de mogelijkheden voor inzet van renteswaps waarschijnlijk beperkt vanwege eisen aan onderpand en liquiditeit. De beperkte mogelijkheden voor het combineren van

beleggingsrisico en renteaftdekking schaden het pensioenresultaat. Renteaftdekking heeft vanwege de lage rentestand bij veel fondsen nu niet de hoogste prioriteit, maar de (on)mogelijkheden hiervoor zijn wel van belang bij een contractkeuze voor de lange termijn.

1 Pensioen overal onder druk door lage rente

Door de sterke daling van de rente is de dekkingsgraad bij veel pensioenfondsen met een uitkeringsovereenkomst (DB-regelingen) gedaald tot onder de 100%. In de komende jaren zal een deel van de fondsen de aanspraken en uitkeringen waarschijnlijk moeten korten. De indexatieachterstand bedraagt gemiddeld ongeveer 10%. De daling van de rente heeft bovendien een opwaarts effect op de kostendekkende premie. De uitkeringen bij premieovereenkomsten (DC-regelingen) blijven door de lage rente soms tientallen procenten achter bij wat deelnemers hadden verwacht.

De wereldwijde daling van de rente leidt ook bij kapitaalgedekte pensioenregelingen in het buitenland tot lagere en/of meer risicovolle uitkeringen; zie OESO (2015). De uitkeringen voor toekomstige gepensioneerden vallen waarschijnlijk lager uit, doordat de premie veelal geen gelijke tred heeft gehouden met de stijging van de kostprijs van pensioen. De zekerheid over de toekomstige pensioenuitkering neemt bovendien af door een verschuiving van DB-naar DC-regelingen en door afname van garanties binnen DC-regelingen. De zoektocht naar rendement leidt tot een verschuiving van beleggingen in staatsobligaties naar beleggingen in bijvoorbeeld infrastructuur, onroerend goed en hypotheek. Deelnemers hebben vroeg in hun loopbaan dikwijls geen garantie meer op de hoogte van de uitkering, soms nog wel vanaf pensionering of kort daarvoor.

DB-regelingen van ondernemingen in de VS en het VK hebben dekkingsgraden van gemiddeld zo'n 70%; zie IMF (2016). De fondstekorten zijn het gevolg van de daling van de rekenrente. Sommige DB-regelingen in de collectieve sector in de VS hebben de indexatie van de pensioenen versoerd en de minimumpensioenleeftijd verhoogd om de kosten te drukken. De kosten voor werkgevers van DB-regelingen in Zweden, die vooral nog van toepassing zijn op oudere werknemers, lopen op door de lage rente en de vergrijzing van de populatie.

Het pensioeninkomen van DC-regelingen valt voor latere cohorten dikwijls aanzienlijk lager uit dan voor eerdere cohorten. DC-regelingen in Denemarken, Zweden en België boden hun deelnemers in het verleden garanties op het rendement op de premie-inleg. In Denemarken gold de rendementsgarantie voor bestaande deelnemers zelfs voor toekomstige inleg. Deze garanties zijn aanzienlijk versoerd of vervallen vanwege de sterke daling van de rente. In Denemarken zijn de rendementsgaranties voor nieuwe deelnemers stapsgewijs verlaagd, bijvoorbeeld van 4% naar 0%. Ook deelnemers in Zweden hebben inmiddels vaak een rendementsgarantie van 0%, hetgeen betekent dat het pensioenvermogen niet kleiner kan zijn dan de premie-inleg. Andere regelingen in Zweden hebben de garantie tijdens de opbouwfase geschrapt. Werkgevers met een DC-regeling in België moesten hun werknemers

een rendement garanderen van 3,75% op de werknemerspremie en 3,25% op de werkgeverspremie. De wettelijke rendementsgarantie is dit jaar verlaagd tot 1,75%. Ook deelnemers aan DC-regelingen in Australië en Chili ondervinden dat een lagere rente leidt tot minder inkomen of vermogen tijdens de pensioenperiode. Deelnemers in deze landen hebben geen rendementsgaranties.

Een aanpassing van de tarieven voor annuïteiten in Zwitserland vanwege de lage rente en de gestegen levensverwachting leidt tot 12% lagere pensioenuitkeringen. Zwitserland reguleert de tarieven waartegen het pensioenvermogen in de tweede pijler wordt geconverteerd naar een jaarlijkse uitkering. De conversietarieven worden in 2020 verlaagd van 6,8% naar 6,0%. Een pensioenvermogen van 100.000 Zwitserse Franc resulteerde bij het oude tarief in een jaarlijkse uitkering van 6800 euro, bij het nieuwe tarief van 6000 euro. De beginleeftijd voor afdracht van premie wordt verlaagd en voor sommige leeftijdsgroepen wordt de premie verhoogd, om de effecten van de gestegen kostprijs van pensioen op de toekomstige uitkeringen te beperken.

Pensioenregelingen met omslagfinanciering hebben geen nadeel van de lage rente, maar ondervinden wel de gevolgen van de toenemende grijze druk. De afname van het aantal werkenden in verhouding tot het aantal gepensioneerden leidt tot een hogere premie en/of een lagere uitkering. In Duitsland bijvoorbeeld stijgt de premie voor het staatspensioen van 18,7% nu naar 22% in 2030 en daalt de vervangingsratio van zo'n 53% in 2000 naar ongeveer 44% in 2030. De Duitse centrale bank bepleit een verhoging van de pensioenleeftijd van 67 jaar in 2030 naar 69 jaar in 2060 om het stelsel betaalbaar te houden. De overheid maakt deelname aan vrijwillige kapitaalgedekte pensioenen in de derde pijler (Riester-Rente) financieel aantrekkelijk, om de versoering van het omslaggefinancierde pensioen te compenseren.

De rentegevoeligheid van kapitaalgedekte pensioenen wordt als een probleem ervaren. Deze Policy Brief gaat in op de rol van het pensioencontract, het toezicht en het beleggingsbeleid bij de rentegevoeligheid van de uitkeringen en de premies.

2 Rentegevoeligheid in verschillende pensioencontracten

Pensioenuitkeringen in een kapitaalgedekt stelsel zijn gevoelig voor de rente, vooral bij uitkeringen met een hoge mate van zekerheid. De rente bepaalt immers hoeveel vermogen nu opzij gezet moet worden voor een zekere uitkering in de toekomst. De kostprijs van een toekomstige pensioenuitkering aan jongeren is rentegevoeliger dan die aan ouderen vanwege de langere beleggingshorizon. Als deelnemers genoeg nemen met een uitkering die tot op zekere hoogte onzeker is, kan ook worden belegd in zakelijke waarden, zoals aandelen. De kostprijs van een onzeker pensioen is minder gevoelig voor de rente, als het verwachte rendement op aandelen niet (volledig) mee beweegt met de rente, maar

gevoeliger voor het lastig waarneembare verwachte aandelenrendement. De deelnemer staat dan minder bloot aan renterisico, maar meer aan beleggingsrisico.

De rentegevoeligheid uit zich op verschillende wijzen en in verschillende fases in de verschillende pensioencontracten. In een uitkeringsovereenkomst is de rentegevoeligheid van de pensioenopbouw beperkt. De deelnemer krijgt bij premie-inleg al een aanspraak op een toekomstige uitkering. De jaarlijkse opbouw van annuïteiten staat in beginsel vast, ongeacht de hoogte van de rente. De jaarlijkse aanpassing van de opgebouwde rechten (indexatie) is meestal voorwaardelijk en afhankelijk van de dekkingsgraad. De rentegevoeligheid van de dekkingsgraad hangt af van het verschil in rentegevoeligheid van de verplichtingen en van de bezittingen. Bij een looptijd van de verplichtingen van twintig jaar en een renteafdekking van 40% leidt een daling van de rente met 1%-punt tot een daling van de dekkingsgraad met zo'n 12%.¹

In een premieovereenkomst of bij persoonlijke pensioenrekeningen is de uitkering gevoelig voor de rente ten tijde van de transitie van opbouwfase naar uitkeringsfase. De rentegevoeligheid is tijdens de opbouwfase minder zichtbaar, want de deelnemer krijgt niet direct een aanspraak op een toekomstige uitkering. De deelnemer belegt op jonge leeftijd vaak vooral in zakelijke waarden, bij het naderen van de pensioendatum vooral in vastrentende waarden. Rond de pensionering wordt het vermogen aangewend voor een (variabele) annuïteit. Bij de omzetting van zakelijke waarden naar vastrentende waarden en/of annuïteiten heeft de deelnemer nadeel van een lage rente, omdat deze producten dan duur zijn. Door de late omzetting naar annuïteiten is er weinig druk om het renterisico vroegtijdig in ruime mate af te dekken. Deelnemers lopen hierbij het risico dat ze jarenlang premie inleggen uitgaande van een hoge rente, maar converteren ten tijde van een lage rente waardoor ze minder pensioen ontvangen dan verwacht. De mogelijkheden om dit verschil in kostprijs van pensioen dan nog op te vangen via premieverhoging zijn beperkt wegens de korte resterende loopbaan.² Bij late afdekking van renterisico zijn de uitkeringen gevoelig voor de rente gedurende de korte periode van conversie naar annuïteiten of vastrentende waarden. Een daling van de rente, zoals na 2008, kan leiden tot grote verschillen in uitkeringen (pech en geluk) tussen generaties die daarvoor of daarna hun vermogen hebben omgezet. Doorbeleggen na pensionering in de verbeterde premieregeling zal de rentegevoeligheid in beperkte mate verminderen. Tijdens de uitkeringsfase wordt immers vooral belegd in vastrentende waarden, om te voorkomen dat de uitkering te onzeker wordt.

De rente werkt ook op verschillende wijzen door in de premie in de verschillende contracten. Bij uitkeringsovereenkomsten met een vaste opbouw werken veranderingen in de kostprijs van pensioen in beginsel door in de premie, maar in de praktijk is de doorwerking beperkt als gevolg van demping. Bij premieovereenkomsten is de premie in beginsel vast en komen veranderingen in de kostprijs van pensioen volledig tot uiting in de hoogte van de uitkeringen. Dit is niet aantrekkelijk voor een deelnemer die inkomen en consumptie evenwichtig wil spreiden over het leven. Die zal structurele veranderingen in de rente niet

¹ De rekenrente voor lange looptijden wordt bepaald met behulp van de UFR. De UFR matigt op korte termijn het effect van rentemutaties op de dekkingsgraad. Een rentemutatie die lang aanhoudt, werkt ook door in de UFR.

² Deelnemers aan de pensioenknp, die de aankoop van een annuïteit uitstelden in de hoop op een rentestijging, waren in 2009 tot en met 2013 uiteindelijk slechter af door de tussentijdse verdere rentedaling.

volledig opvangen in hogere of lagere uitkeringen, maar ook deels in lagere of hogere premies. Conjuncturele schommelingen in de kostprijs van pensioen kunnen worden opgevangen via enige variabiliteit in de opbouw en/of demping van de premie. Een verandering van werkgeverspremies heeft gevolgen voor de ruimte voor loonstijgingen, want veranderingen in loonkosten werken macro-economisch sterker door dan veranderingen in beschikbaar inkomen.

De rentegevoeligheid van pensioen in de verschillende contracten is samengevat in tabel 2.1. Uitkeringsovereenkomsten beschermen de opbouw tegen renterisico, doordat deze in beginsel vast is en de afdekking van renterisico ook ten goede komt aan jongeren. De mate waarin renteschokken tot uiting komen in de jaarlijkse aanpassing van rechten en uitkeringen, is afhankelijk van de mate van afdekking van renterisico en de mate waarin de premie meebeweegt met de kostprijs van pensioen. Premieovereenkomsten bieden weinig bescherming tegen renterisico in de opbouwphase. Dit leidt tot onzekerheid over de hoogte van de gemiddelde uitkering (of vervangingsratio) tijdens de pensioenperiode. Premieovereenkomsten bieden meestal veel bescherming tijdens de uitkeringsfase. De jaarlijkse aanpassing van uitkeringen is meestal weinig rentegevoelig, want de renteafdekking tijdens de pensioenperiode is veelal hoog. Bij doorbeleggen na pensionering zal de zekerheid tijdens de uitkeringsfase afnemen.

Tabel 2.1 Rentegevoeligheid van uitkeringsovereenkomst en premieovereenkomst

Uitkeringsovereenkomst	Premieovereenkomst of persoonlijk pensioen
Kenmerken van de regeling	
Opbouw is in beginsel vast, premie variabel, in de praktijk dikwijls gedempt.	Premie is in beginsel vast, omzetting van vermogen in uitkering vindt later plaats.
Indexatie is afhankelijk van dekkingsgraad.	
Rentegevoeligheid in opbouwphase en uitkeringsfase	
Relatief veel bescherming tegen renterisico in opbouwphase, door vaste opbouw en door afdekking renterisico via beleggingen in vastrentende waarden en swaps.	Relatief weinig bescherming tegen renterisico in opbouwphase, als vooral is geïnvesteerd in zakelijke waarden. Hoogte uitkering gevoelig voor rentestand tijdens conversie.
Bescherming tegen renterisico in uitkeringsfase gevoelig voor mate van renteafdekking op fondsniveau.	Relatief veel bescherming tegen renterisico in de uitkeringsfase, als vooral is geïnvesteerd in vastrentende waarden.

3 Rentegevoeligheid en toezicht

De rentegevoeligheid van pensioen wordt niet alleen bepaald door het contract, maar ook door het wettelijke kader voor het toezicht. Het financieel toezingskader (FTK) bepaalt welke rekenrente (discontovoet) fondsen met een uitkeringsovereenkomst moeten hanteren om de waarde van hun toekomstige verplichtingen contant te maken. Verder zijn er regels voor het tempo waarin financiële en demografische schokken moeten doorwerken in de opgebouwde rechten en uitkeringen. We gaan in op de rol van het toezicht op de rentegevoeligheid in Nederland en trekken vergelijkingen met het toezicht in het buitenland.

Een veel gehoord bezwaar tegen het FTK is dat het gebruik van de risicovrije rente als rekenrente niet aansluit bij de reële ambitie van het contract. Volgens deze visie zou het pensioencontract niet gericht zijn op zekere uitkeringen zonder indexatie, maar op onzekere uitkeringen plus loon- of prijsindexatie. Hierbij passen drie kanttekeningen. Ten eerste, deelnemers reageren heftiger op nominale kortingen dan op het uitblijven van indexatie. Dit gedragseconomische aspect is relevant voor de keuze tussen nominale bescherming of reële ambitie. Ten tweede, een reële ambitie is lastig waar te maken bij gebrek aan activa die in waarde stijgen als de inflatie toeneemt. Het aanbod van *inflation-linked bonds* in Europa is beperkt in verhouding tot het Nederlandse pensioenvermogen en aandelen bieden slechts beperkt bescherming tegen inflatie. Een contract met winstdeling uit overrendement op zakelijke waarden ter compensatie van inflatie lijkt dan het hoogst haalbare. Ten derde, invoering van een reëel contract is eerder gestrand, doordat het lastig bleek om dit verwacht reëel rendement voor verschillende looptijden objectief vast te stellen. Aanpassing van het verwacht reëel rendement aan nieuwe inzichten leidt tot herverdeling tussen generaties.

Een rechtvaardiging voor discontering met de risicovrije rente is dat toekomstige opbouw hiermee beloond wordt voor het dragen van risico's wegens de gespreide doorwerking van schokken. De nieuwe opbouw staat bloot aan risico's, want bij gespreide doorwerking van schokken deelt de nieuwe opbouw mee in indexaties en kortingen die voortvloeien uit eerdere schokken. Bij discontering met de risicovrije rente ontstaat naar verwachting een positieve buffer. De buffer biedt veelal ruimte voor indexatie en beloont deelnemers voor het risico dat zij lopen op de waarde van hun nieuwe opbouw.³

De keuze tussen risicovrije rente of verwacht reëel rendement voor de bepaling van de premie of de verplichtingen zou in de praktijk geen groot verschil moeten maken, want de risicovrije rente en (de subjectieve inschatting van) het verwacht reëel rendement liggen redelijk bij elkaar in de buurt. Het verwacht reëel rendement is enerzijds hoger doordat het rendement op zakelijke waarden gemiddeld hoger is dan de risicovrije rente. Anderzijds is het rendement lager, doordat de kosten van indexatie nog niet zijn meegeteld in de verplichtingen. De opslag voor beleggingsrisico en de afslag voor de kosten van indexatie vallen volgens de beschikbare empirie redelijk tegen elkaar weg.⁴ Bij een risicovol beleggingsbeleid in combinatie met een sober indexatiebeleid kan het verwacht reëel rendement hoger zijn dan de risicovrije rente, maar dit leidt tot een lage premie en een onzeker pensioen. Het gebruik van verwacht reëel rendement voor de premiestelling of de indexatie prikkelt tot een risicovolle beleggingsmix en vergroot de kans op tegenvallers voor de deelnemers. Gebruik van verwacht reëel rendement in plaats van de risicovrije rente (RTS) leidt tot iets stabielere uitkeringen, maar het additionele effect bovenop de gespreide doorwerking van schokken in de uitkeringsovereenkomst is beperkt.⁵

³ In het door de SER voorgestelde ambitiecontract I-B zijn het risico en de beloning die doorschuiven ex ante in evenwicht. Dit blijkt uit de generatieneutraliteit van deze variant ten opzichte van het individuele contract IV-A, dat per definitie actuairiel fair is. Zie Lever en Michielsen (2016).

⁴ Bij een beleggingsmix van 50% zakelijke waarden en 50% vastrentende waarden en een risicopremie van 3% tot 4% resulteert een risico-opslag van 1,5% tot 2%. Koppeling van pensioenen aan de prijzen of de lonen vergt een indexatieafslag van 2% tot 2,5%. Vanwege samenhang tussen rente, rendementen op zakelijke waarden en inflatie resulteert een diversificatie-effect van ongeveer 0,25% tot 0,5%. Fondsen kunnen nu rekenen met een hoog verwacht reëel rendement, omdat dit voor vijf jaar vaststaat en de rente bij vaststelling hoger was dan nu.

⁵ Bonenkamp en Lever (2013) vergelijken de uitkomsten van een andere discontovoet in het FTK; Lever en Michielsen (2016) doen dit voor het ambitiecontract, ook wel bekend als SER-variant I-B.

De rekenrente is lager dan de historische rendementen, maar die zijn geen garantie voor toekomstige rendementen.⁶ De hoge rendementen in het verleden zijn deels te danken aan stijgende koersen voor obligaties vanwege de daling van de rente. Het lijkt onwaarschijnlijk dat deze trend zich de komende tijd voortzet, want dan zou de rente wel sterk negatief worden. De koersen van aandelen zijn, gegeven de onderliggende winstgevendheid van de ondernemingen, ook al tamelijk hoog. Het verwachte toekomstige rendement is laag in een omgeving van gematigde groei en inflatie.

Overstap naar een vaste rekenrente van bijvoorbeeld 4% voor het bepalen van de waarde van de verplichtingen lijkt op korte termijn aantrekkelijk, maar is zeer riskant voor de hoogte en de stabiliteit van de uitkeringen op lange termijn. Gezien de demografische ontwikkelingen is het twijfelachtig of de rente in de komende decennia wel zal terugkeren naar een dergelijk niveau. Bij een rekenrente die te hoog is vastgesteld, zullen fondsen op korte termijn een lagere premie kunnen hanteren en meer indexatie kunnen verlenen, maar dit gaat ten koste van het pensioenresultaat op langere termijn. Het hanteren van een vaste rekenrente is ook geen garantie voor een stabiele uitkering. Een vaste rekenrente resulteert in vaste verplichtingen, maar bij een volatiele waarde van bezittingen resulteert dat in een volatiele dekkingsgraad.

De risicovrije rente en de dekkingsgraad zijn enigszins volatiel, maar de doorwerking in de uitkeringen wordt gedempt door middeling van de dekkingsgraad over twaalf maanden, de UFR en door de gespreide doorwerking van schokken in uitkeringen. Door de aanpassing van het FTK hebben pensioenfondsen met een uitkeringsovereenkomst meer tijd gekregen om te herstellen na tegenvallers. Een verdere verlenging van de spreidingsduur geeft stabielere uitkeringen, maar ook een meer volatiele dekkingsgraad. Een zeer lage dekkingsgraad zou deelname aan het fonds kunnen ontmoedigen, of het draagvlak voor de verplichtstelling kunnen schaden. Dit stelt grenzen aan de mate van spreiding.

Bij premieovereenkomsten en persoonlijk pensioenrekeningen wordt soms ook gepleit voor een hogere rekenrente dan de risicovrije rente, maar dit lijkt alleen aantrekkelijk voor deelnemers met een sterke tijdsvoorkeur. Een hoog projectierendement leidt tot hoge initiële uitkeringen, maar naar verwachting weinig of geen indexatie en zelfs een grote kans op kortingen in de jaren daarna.⁷

Het toezicht in Nederland met de risicovrije rente als rekenrente lijkt strenger dan het toezicht in landen met andere discontovoeten, maar voor een genuanceerd oordeel moeten ook andere toezichteisen worden meegewogen. Nederlandse fondsen nemen de kosten van indexatie meestal niet mee bij de waardering van hun verplichtingen. Deze kosten mogen buiten de verplichtingen blijven als de indexatie voorwaardelijk is, maar voorwaardelijke indexatie is niet gratis. De toezichthouder in België beschouwt een indexatiestafel als een niet-discretionaire toeslagverlening en telt de kosten hiervan wel mee in de benodigde technische voorziening. Volledige koppeling van pensioenen aan prijzen of lonen vergt 40%

⁶ Zie ook Van der Kuilen (2014).

⁷ Bovenberg, Nijman en Werker (2016) analyseren de eigenschappen van projectierentes voor verbeterde premieregelingen.

tot 50% extra vermogen. DB-regelingen in het VK en in de publieke sector in de VS nemen de kosten van de (onvoorwaardelijke) indexatie wel mee bij de bepaling van de verplichtingen, DB-regelingen van ondernemingen in de VS hebben dikwijls geen indexatieambitie. De VS, het VK en België zijn minder prudent dan Nederland wat betreft de discontovoet, maar zij hebben geen kosten van voorwaardelijke indexatie buiten de verplichtingen.

Nederland hanteert hogere buffereisen dan België, maar België kent een ongelimiteerde bijstortingsverplichting zonder spreidingsperiode voor werkgevers. Andere landen, zoals het VK en de VS, hebben een garantieregeling als achtervang. Voor deze garantieregeling is extra premie verschuldigd. De rechten van deelnemers in het VK worden overigens met 10% gekort bij een beroep op de garantieregeling.

Uitkeringsovereenkomsten in de publieke sector in de VS disconteren hun verplichtingen met een verwacht rendement van zo'n 7%, maar dit is ook in de VS zelf niet onomstreden. Vanwege de garanties aan gepensioneerden zouden de verplichtingen gedisconteerd moeten worden met de risicovrije rente, niet met de verwachte rendementen op risicovolle beleggingen, aldus meerdere academici.⁸

De Nederlandse discontovoet is evident rentegevoelig, maar ook andere actuariële grondslagen worden aangepast aan marktontwikkelingen. De rekenrente die fondsen in het buitenland gebruiken voor het disconteren van hun verplichtingen, is in de afgelopen jaren eveneens gedaald. De rekenrente voor ondernemingspensioenfondsen in de VS is gedaald van zo'n 6,5% in 2008 tot 3,5% in 2016 (IMF, 2016). Ook de discontovoeten in Canada, met een driejaarsgemiddelde sinds 2011, en Japan volgen geleidelijk de marktrente. De geleidelijke aanpassing dempt en vertraagt de doorwerking van de rente op de pensioenen. In Zweden en het VK is er discussie over de discontovoet. Canada, Ierland en de VS bieden pensioenfondsen meer tijd dan gebruikelijk om financieel verder te herstellen.

4 Afdekking vermindert rentegevoeligheid

Afdekking van renterisico vermindert de rentegevoeligheid van kapitaalgedekte pensioenen en biedt in veel situaties extra rendement. Renteafdekking is daarom niet alleen interessant voor pensioenregelingen met een nominaal toezichtkader, maar ook voor contracten met een reële ambitie.

Er zijn meerdere argumenten voor een ruime afdekking van renterisico; zie tabel 4.1. Ten eerste, renteafdekking biedt tegenwicht aan een stijging van de kostprijs van pensioen. Een hoge afdekking van renterisico stabiliseert de dekkingsgraad, vermindert het risico op korten van uitkeringen en vermindert de verschuiving van vermogen tussen generaties bij een rentedaling.⁹ Het past in een beleggingsstrategie die bekend staat als '*liability driven investment*' of kasstroom-matching. Ten tweede, afdekking van renterisico levert gemiddeld

⁸ Zie bijvoorbeeld Novy-Marx en Rauh (2009) en Brown en Wilcox (2009).

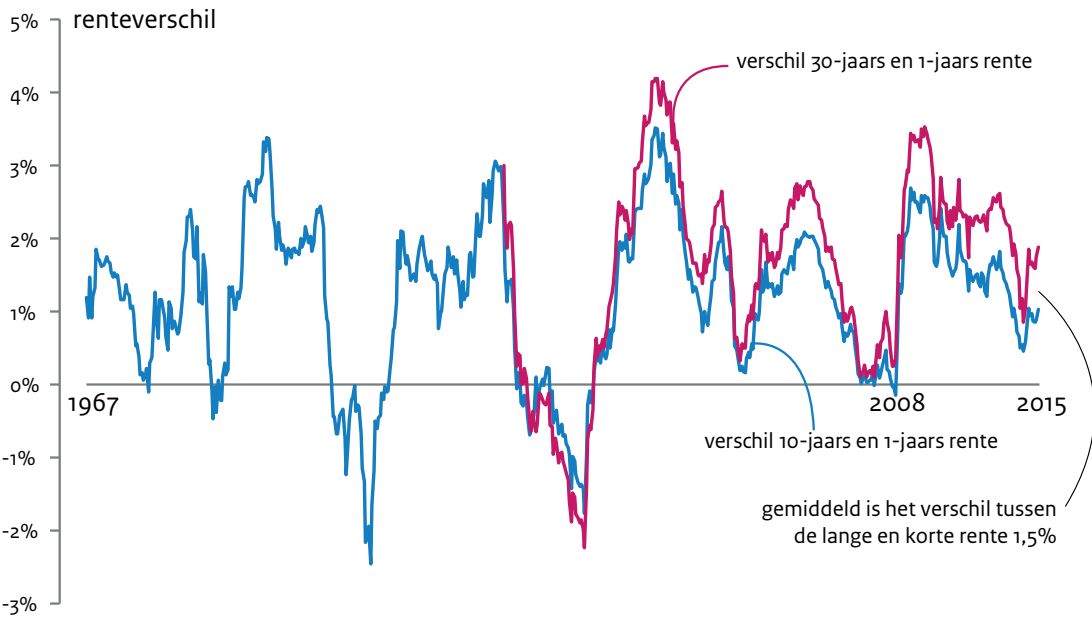
⁹ Zie Vlaar (2016).

extra rendement, want de lange rente ligt historisch gezien bijna altijd boven de korte rente; zie figuur 4.1. Het verschil tussen de lange en de korte rente, ook wel aangeduid als termijnpremie, is een vergoeding voor het voor langere tijd wegzetten van geld. Beleggingen in vastrentende waarden met langere looptijden en/of afdekking van renterisico via renteswaps sluiten aan bij de lange looptijden van de verplichtingen van pensioenfondsen. Bij zo'n renteswap betaalt het fonds de variabele korte rente en ontvangt het de afgesproken vaste lange rente.¹⁰ Zolang de korte rente lager ligt dan de lange rente, levert deze swap dus rendement op voor het pensioenfonds. Ten derde, renteafdekking kan beleggingsrisico's diversificeren. Tijdens de laatste crises werden aandelen minder waard, maar werden vooral langlopende obligaties meer waard door de daling van de rente. Renteafdekking biedt in deze situatie tegenwicht aan dalende aandelenkoersen.

Tabel 4.1 Argumenten voor en tegen ruime afdekking van renterisico

Voor ruime afdekking van renterisico	Tegen ruime afdekking van renterisico
Bescherming tegen hogere kostprijs pensioen	Inflatie­risico pleit voor beperkte renteafdekking bij correlatie rente en inflatie
Rendement door verschil lange en korte rente	Historisch lage rente vergroot kans op rentestijging
Diversificatie met zakelijke waarden	Kosten, mede door onderpand­verplichtingen EMIR
	Beperkte omvang van markt, vooral voor zeer lange looptijden

Figuur 4.1 Verschil tussen korte en lange rente

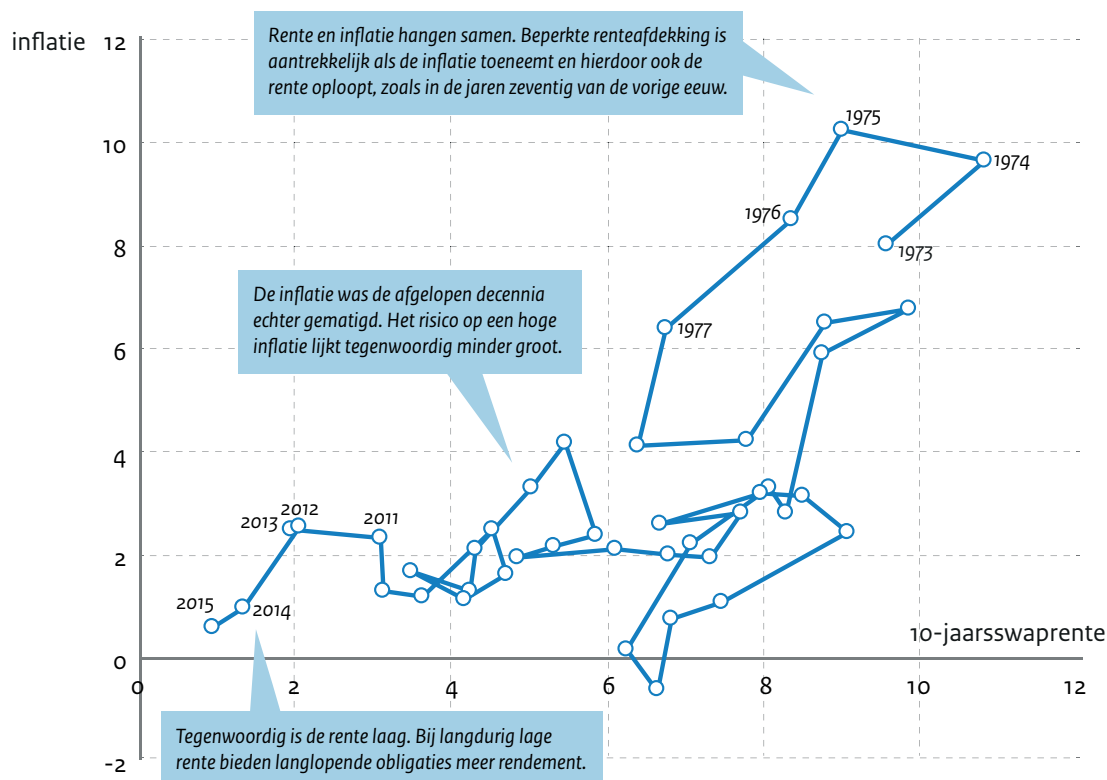


¹⁰ Andere partijen kunnen belang hebben bij de omgekeerde positie, zoals banken die een korte rente betalen over spaargeld en een lange rente ontvangen over uitstaande hypothe­ken.

Er zijn ook argumenten voor beperkte afdekking van renterisico. Ten eerste, beperkte renteafdekking is aantrekkelijk als de inflatie toeneemt en hierdoor ook de rente oploopt. Renteafdekking geeft dan een verlies in tijden dat het fonds rendement nodig heeft om te kunnen indexeren. Als men de kans groot acht dat de rente en de inflatie samen gaan stijgen, zoals in de jaren zeventig van de vorige eeuw (zie figuur 4.2), is het gunstig om weinig renterisico af te dekken. De correlatie tussen de rente en de inflatie is wellicht minder dan één, maar wel groter dan 0,5. De vraag is wel of het inflatierisico nog zo hoog is als in de jaren zeventig. De inflatie was de afgelopen drie decennia gematigd, na aanpassingen in het monetaire beleid van centrale banken. Ten tweede, weinig renteafdekking is gunstig in geval van een sterke rentestijging. Meerdere pensioenfondsen verwachtten in de afgelopen decennia dat de rente, na de eerdere daling, binnen afzienbare tijd weer zou gaan stijgen. Vooral bij de huidige lage rente ontstaat het gevoel dat de rente niet verder omlaag kan, maar wel omhoog. Veel pensioenfondsen zijn rendement misgelopen, doordat zij te vroeg dachten dat de bodem was bereikt (zie DNB, 2016). Weinig renteafdekking loont alleen als de rente snel stijgt. Bij een langdurig lage rente biedt beleggen in langlopende obligaties meer rendement dan (her)beleggen in kortlopende obligaties. De uiteenlopende ervaringen in de VS en Japan laten zien hoe lastig het is om te voorspellen hoe de rente zich zal ontwikkelen na de financiële crisis. De keuze om de renteafdekking sterk te verminderen wegens de huidige lage rentestand geeft zeker opwaarts potentieel, maar vergroot ook het risico op kortingen voor deelnemers van fondsen die al een lage dekkinggraad hebben. Een derde argument om renterisico in beperkte mate af te dekken is dat afdekking kosten met zich meebrengt. Pensioenfondsen moeten bij afsluiting van renteswaps onderpand aanhouden in de vorm van liquiditeiten of hoogwaardige obligaties. Bovendien moeten ze een liquiditeitsbuffer aanhouden voor bijstortingen bij een rentestijging. Door nieuwe regelgeving (EMIR) zal renteafdekking in de toekomst wellicht meer ten koste gaan van het beleggingsrendement dan onder de oude regels.¹¹ Een vierde argument is dat de markt soms beperkingen oplegt. Door gebrek aan tegenpartijen is het veelal niet mogelijk om renterisico's op zeer lange looptijden af te dekken. Grote fondsen kunnen hun renteafdekking slechts geleidelijk uitbreiden, wegens beperkte omvang van de markt.

¹¹ Pensioenfondsen zouden minder liquiditeit hoeven aan te houden met het oog op bijstortingen ingeval van een rentestijging, indien zij zouden beschikken over een leenfaciliteit bij de centrale bank, vergelijkbaar met die voor banken. Het aanhouden van liquiditeit is nodig om te voorkomen dat in tijden van stress activa tegen zeer lage prijzen verkocht moeten worden om aan de verplichtingen te voldoen. De repomarkt, waarop tijdelijk liquiditeit verkregen kan worden in ruil voor onderpand, is minder liquide geworden door hogere reserve-eisen aan banken en biedt in tijden van stress wellicht onvoldoende soelaas.

Figuur 4.2 Samenhang tussen rente en inflatie



De argumenten voor afdekking van renterisico wegen zwaarder dan de argumenten tegen, volgens onze simulaties voor individuele en collectieve contracten. Voor deelnemers met een persoonlijke pensioenrekening en een reële ambitie is het onder uiteenlopende economische situaties aantrekkelijk om beleggingsrisico te nemen en tegelijk veel renterisico af te dekken. Als de lange rente hoger is dan de korte rente, varieert de gewenste afdekking tussen 60% en 100%; zie figuur 4.3. De afdekking van renterisico levert veelal extra rendement en de AOW-uitkering biedt deelnemers al enige bescherming tegen inflatierisico. Zelfs als rente en inflatie een sterke samenhang vertonen, zullen deelnemers een groot deel van het renterisico willen afdekken. De simulaties zijn toegelicht in een achtergronddocument.

Simulaties met een ALM-model voor een collectief contract bevestigen dat een ruime afdekking van renterisico veelal gunstig is voor zowel jong als oud. Een verhoging van de renteafdekking met 25%-punt, bijvoorbeeld van 50% naar 75%, levert bij de door ons gekozen parameters ongeveer 11% hoger aanvullend pensioen op. Een toename van de renteafdekking met 25%-punt via een swap levert immers $25\% \times 1,5\%$ -punt meer rendement per jaar. Bij een tijdspanne van gemiddeld dertig jaar tussen premie-inleg en uitkering resulteert dan ruim 11% meer aanvullend pensioen.

Beleggingsrisico nemen en renterisico in ruime mate afdekken levert in de simulaties goede resultaten, maar de vraag is of dit beleggingsbeleid in de praktijk haalbaar is. Een

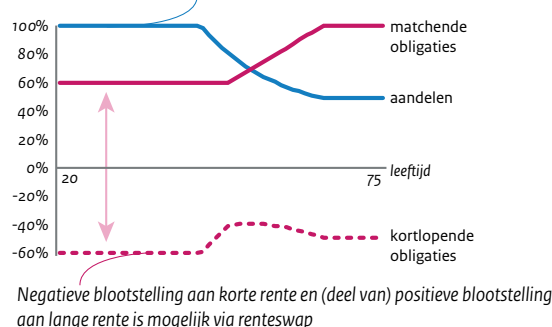
beleggingsbeleid met een blootstelling aan beleggingsrisico en een afdekking van renterisico van gezamenlijk meer dan 100% is mogelijk bij inzet van renteswaps. De swap geeft namelijk een negatieve allocatie (short positie) naar de korte rente en een positieve allocatie (long positie) naar de lange rente. Inzet van renteswaps is niet ongewoon in contracten met een collectief vermogen. Deze fondsen hebben meestal voldoende hoogwaardige obligaties in portefeuille om in te zetten als onderpand bij afsluiting van renteswaps. Bij contracten met individuele vermogens is inzet van renteswaps niet gebruikelijk en de mogelijkheden hiervoor zijn waarschijnlijk beperkt. Jongeren beleggen meestal veel in zakelijke waarden en weinig in hoogwaardige obligaties, dus zij beschikken over weinig onderpand voor renteswaps. In theorie zouden jongeren hiervoor kunnen lenen bij ouderen, maar dit is weinig transparant.

Figuur 4.3 Beleggingsmix en renteafdekking bij persoonlijk pensioen, in % van het vermogen

Situatie 1:

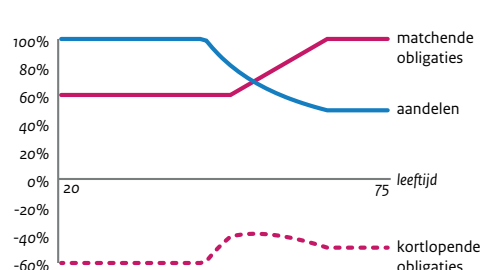
lange rente-korte rente 1,5%
correlatie rente-inflatie 50%
enige terugkeer naar gemiddelde bij rente en inflatie

Hier is 100% van het vermogen in aandelen belegd



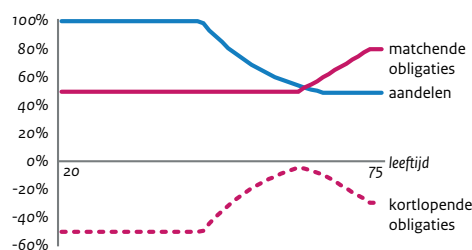
Situatie 2:

lange rente-korte rente 1,5%
correlatie rente-inflatie 100%
enige terugkeer naar gemiddelde bij rente en inflatie



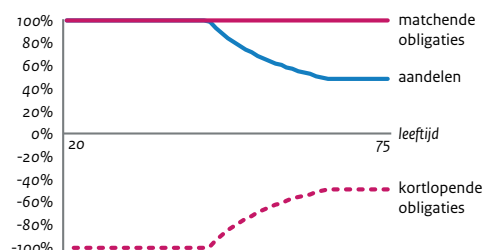
Situatie 3:

lange rente-korte rente 0%
correlatie rente-inflatie 50%
enige terugkeer naar gemiddelde bij rente en inflatie



Situatie 4:

lange rente-korte rente 1,5%
correlatie rente-inflatie 50%
geen terugkeer naar gemiddelde bij rente en inflatie



Onze conclusie dat een ruime afdekking van renterisico veelal aantrekkelijk is voor zowel jong als oud lijkt op het eerste gezicht in tegenspraak met die van Ambachtsheer (2013, 2016). Hij vindt dat jongeren vooral moeten beleggen in een rendementsportefeuille met zakelijke waarden en ouderen vooral in een matching portefeuille met vastrentende waarden. Als beleggingsrisico nemen en renterisico afdekken elkaar uitsluiten, is de levenscyclus in het beleggingsbeleid die Ambachtsheer bepleit, inderdaad aantrekkelijk. Als beleggingsrisico nemen en renterisico afdekken elkaar niet uitsluiten, is de combinatie van deze twee echter gunstiger. Een contract met een collectief vermogen kan bijvoorbeeld 50% risicovol beleggen en het renterisico voor 75% afdekken.¹² Het strikte onderscheid van Ambachtsheer tussen een rendementsportefeuille en een matching portefeuille is vanuit een collectief fonds bezien dus onnodig restrictief.

Onze conclusie sluit wel naadloos aan bij die van Campbell en Viceira (2002, p. 87). Zij concluderen dat het voor fondsen met een reële ambitie gunstig is om in langlopende obligaties te beleggen, mits het inflatierisico beperkt is. *“Even if only nominal bonds are available, conservative long-term investors should hold large positions in long-term bonds if they believe that inflation risk is low, as we have estimated it to be in the USA in the period 1983–99. In this sense, the message of this chapter might be summarized as ‘Bonds, James, Bonds’. Inflation risk is, however, a serious caveat.”*

5 Lessen voor toekomst pensioenstelsel

Pensioenen zijn rentegevoelig, zowel in Nederland als in het buitenland. Door de wereldwijde daling van de rente en de beperkte mogelijkheden van werkgevers en werknemers om tegenvallers op te vangen via de premie, zijn garanties aan deelnemers over hun toekomstige pensioen nu minder goed mogelijk. Een overstap van collectieve DB- naar individuele DC-contracten (of van uitkeringsovereenkomsten naar premieovereenkomsten), net als in het buitenland, ligt voor de hand, maar de vraag is of dit wel effectief is om de rentegevoeligheid van pensioen te verminderen. We bespreken achtereenvolgens de rol van het contract, de premie, het toezicht en de mogelijkheden voor het beleggingsbeleid in de verschillende contracten.

De rentegevoeligheid van pensioen is zichtbaarder bij DB-contracten die bij premie-inleg al aanspraken toekennen, dan bij DC-contracten die dit pas tegen pensionering doen. Die zichtbaarheid is enerzijds een nadeel, maar anderzijds een voordeel. Bij late omzetting naar uitkeringen is er minder druk om de premie aan te passen of om vroegtijdig renterisico af te dekken, maar de uitkeringen worden dan gevoelig voor de rentestand gedurende een kortere periode. Late omzetting naar uitkeringen leidt gemakkelijk tot onvoldoende oriëntatie tijdens de opbouwfase op de uitkeringsfase. In de internationale literatuur wordt dit als zwakte van DC-stelsels gezien.

¹² Een afdekking van 100% is volgens sommige simulaties nog aantrekkelijker, maar wellicht lastig te realiseren, bijvoorbeeld vanwege beperkte beschikbaarheid van derivaten voor zeer lange looptijden.

Een pensioenpremie die volledig meebeweegt met rentefluctuaties, zoals in beginsel bij DB-contracten met een vaste opbouw, kan de conjunctuurcyclus versterken. Een vaste pensioenpremie, zoals in beginsel bij DC-contracten, leidt bij structurele wijzigingen in de kostprijs niet meer tot een adequaat pensioen. De gulden middenweg is om structurele wijzigingen in de kostprijs van pensioen deels te laten neerslaan in de opbouwfase en deels in de uitkeringsfase. Sommige pensioenregelingen in het buitenland hanteren hiertoe een bandbreedte voor de premie. Oriëntatie op de kostprijs van pensioen blijft van belang om te beoordelen of de premie en de pensioenopbouw adequaat zijn. De uitdaging is om deze oriëntatie op een goede manier institutioneel te verankeren in een nieuw pensioencontract en in het fiscale kader.

Kortdurende fluctuaties van de rente kan men gedempt laten doorwerken in premies en/of uitkeringen, maar structurele veranderingen vergen structurele aanpassingen. Er is een genuanceerd debat mogelijk over de vraag wat de juiste maatstaf is voor de kostprijs van pensioen in een nieuw contract met variabele uitkeringen en een indexatieambitie, maar van alle maatstaven lijkt de risicovrije rente de minst slechte. Verwacht rendement en een vaste rekenrente zijn in ieder geval geen verbetering.

Bij pensioenregelingen met individuele vermogens lijken de mogelijkheden om beleggingsrisico te nemen en tegelijk renterisico af te dekken enigszins beperkt. In pensioenregelingen met een individueel vermogen moeten scherpere keuzes worden gemaakt tussen beleggingsrisico nemen en renterisico afdekken dan in regelingen met een collectief vermogen. Dit gaat ten koste van het pensioenresultaat. Renteafdekking heeft vanwege de huidige lage rentestand bij veel fondsen niet de hoogste prioriteit, maar de (on)mogelijkheden hiervoor zijn wel van belang bij een contractkeuze voor de lange termijn.

Referenties

Ambachtsheer, K., 2013, Towards 'individualized solidarity' in pension design: Why the Dutch can and should lead the way, Ambachtsheer Letter, augustus ([link](#)).

Ambachtsheer, K., 2016, The future of pension management: Integrating design, governance and investing, Wiley, New Jersey.

Bonenkamp, J.P.M. en M.H.C. Lever, 2013, Effecten macrostabiele discontovoet, CPB Notitie ([link](#)).

Bovenberg, A.L., Th. E. Nijman en B.J.M. Werker, 2016, Projectierentes in verbeterde premiereregelingen ([link](#)).

Brown, J.R. en D.W. Wilcox, 2009, Discounting State and Local Pension Liabilities, *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twenty-First Meeting of the American Economic Association: 538-542.

Campbell, J. en L. Viceira, 2002, *Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors*, Oxford University Press, Oxford.

DNB, 2016, Financiële positie pensioenfondsen, Rapportage op verzoek van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid [\(link\)](#).

IMF, 2016, Global financial stability report: Fostering stability in a low-growth, low-rate era, Washington [\(link\)](#).

Kuilen, G. van der, 2014, Historisch rendement pensioenfondsen slechte leidraad voor toekomst, *Me Judice* [\(link\)](#).

Lever, M.H.C. en T.O. Michielsen, 2016, SER-varianten toekomstig pensioenstelsel: een ALM-analyse, CPB Notitie [\(link\)](#).

Novy-Marx, R. en J.D. Rauh, 2009, The liabilities and risks of state-sponsored pension plans, *Journal of Economic Perspectives*, 23(4) [\(link\)](#).

OESO, 2015, Pension at a glance, OECD, Parijs [\(link\)](#).

Vlaar, P., 2016, Laat pensioendebat niet verzieken door spookverhalen rond solidariteit, *Me Judice*, 20 januari [\(link\)](#).



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (088) 984 60 00

November 2016 | ISBN 978-90-5833-749-8

